

【广发传媒&海外】奈飞 (NFLX)

26Q1 超预期：强化 GenAI 赋能影视制作

公司评级

买入

当前价格

107.79 美元

合理价值

117.43 美元

前次评级

买入

报告日期

2026-04-17

核心观点：

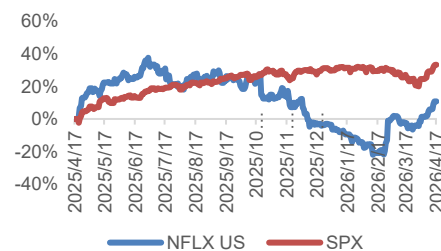
- 公司发布 26Q1 季报：26Q1 奈飞实现总收入 122.5 亿元，YoY/QoQ+16%/+2%，vs. 彭博一致预期（下同）为 121.7 亿元。26Q1 运营利润为 39.6 亿元，YoY/QoQ+18%/+34%，vs. 一致预期为 39.4 亿元。26Q1 净利润为 52.83 亿元，YoY/QoQ+83%/+118%，vs. 一致预期为 33.5 亿元，净利润大幅超预期主要因与华纳兄弟收购相关的 28 亿美元终止费计入利息及其他收益有关。
- 26Q1 收入增长驱动力来源于会员数增长超预期，结合价格提升，以及广告收益的提升共同推动。26Q1 收入剔除汇率因素同比增幅为 14%，主要驱动来自于会员数的增长，其次为 ARPU 驱动，以及广告收入的提升。26Q1 分区域来看，UCAN 收入为 52.5 亿元，YoY+14%；EMEA 收入为 40 亿元，YoY+17%；LATAM 收入为 15 亿元，YoY+19%；APAC 收入为 15 亿元，YoY+20%。
- 持续扩宽娱乐内容供给+技术驱动+优化变现是核心战略。公司在财报中提到（1）持续扩宽内容供给策略：26Q1 提供 70+场直播，“世界棒球经典赛”吸引 3140 万观众，带动日本创下单日新增会员数最高纪录，日本是 Q1 会员增长最大贡献市场。（2）技术方面，推动移动端改版，竖版视频即将上线，通过收购 InterPositive，强化创作者 GenAI 工具供给。（3）优化变现：近期会员价格调整进展顺利，体现公司提供的服务价值强劲且持续提升。在已推出广告套餐的国家/地区中，广告套餐贡献了 Q1 超 60%新增订阅。目前合作广告主超 4 千家，同增 70%。公司维持 26 年广告收入约 30 亿美元的预期，较 2025 年翻倍。
- 盈利预测与投资建议。预计 26-27 年收入 512/570 亿元，同增 13%/12%；归母净利润 155/157 亿元，同增 41%/1%，基于 26 年业绩 32x PE，合理价值为 117.43 美元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。内容开支高、广告不及预期、新兴市场竞争加剧等风险。

盈利预测：

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	39,001	45,183	51,151	57,045	62,916
增长率 (%)	16%	16%	13%	12%	10%
EBITDA (百万元)	11,019	14,028	17,051	19,449	21,984
归母净利润 (百万元)	8,712	10,981	15,453	15,670	17,893
增长率 (%)	61%	26%	41%	1%	14%
EPS (元/股)	1.98	2.53	3.67	3.72	4.25
市盈率 (x)	52	41	29	29	25
ROE (%)	16%	20%	23%	21%	22%

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心；注：报告使用美元

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：

周喆



SAC 执证号：S0260523050003

SFC CE No. BJD408



010-59136890



zhouzhe@gf.com.cn

相关研究：

【广发传媒&海外】奈飞 2026-01-26

(NFLX) :流媒体巨擘：纵向协同，横向扩张

注：本文的货币单位如无特别注明，单位均为美元。

一、盈利预测和投资建议

表 1: Netflix 26Q1 业绩表现和一致预期对比&26Q2 预测

USD mn	25Q1A	25Q4A	26Q1A	QoQ	YoY	Consensus	Difference	26Q2E	QoQ	YoY
Revenue	10,543	12,051	12,250	2%	16%	12,174	1%	12,488	2%	13%
Subscribers(MN)	305.23	325.34	330.08	1%	8%	331	0%	334.14	1%	8%
ARPPU (USD)	11.51	12.35	12.37	0%	7%	12	1%	12.46	1%	5%
United States and Canada (UCAN)	4,617	5,339	5,245	-2%	14%	5,279	-1%	5,473	4%	11%
Europe, Middle East, and Africa (EMEA)	3,405	3,873	3,998	3%	17%	3,950	1%	3,994	0%	13%
Latin America (LATAM)	1,262	1,418	1,497	6%	19%	1,453	3%	1,463	-2%	12%
Asia-Pacific (APAC)	1,259	1,421	1,509	6%	20%	1,479	2%	1,559	3%	19%
Cost of Revenues	5,263	6,523	5,888	-10%	12%	5,999	-2%	6,007	2%	13%
Gross Profit	5,280	5,528	6,362	15%	20%	6,200	3%	6,481	2%	13%
GPM	50%	46%	52%	6%	2%	50.71%	1%	52%		
Marketing	688	1,113	842	-24%	22%	802.59	5%	791	-6%	11%
Technology and development	823	890	960	8%	17%	912.08	5%	905	-6%	10%
General and Administrative Expenses	421	568	603	6%	43%	504.94	19%	472	-22%	7%
Operating Income	3,347	2,957	3,957	34%	18%	3,936.22	1%	4,313	9%	14%
OPM	32%	25%	32%	8%	1%	32%	0%	35%		
Net Income	2,890	2,419	5,283	118%	83%	3,351.47	58%	3,581	-32%	15%
NPM	27%	20%	43%	23%	16%	28%	16%	29%		

数据来源:公司财报、彭博(一致预期取自4月17日), 广发证券发展研究中心

基于公司在流媒体领域建立的深厚内容壁垒，服务全球用户高品质的内容消费需求，我们预计Netflix总收入在2026-28年分别达到511.51亿元(美元，下同)、570.45亿元和629.16亿元，同比增速分别为13%/12%/10%。公司目前在广告、线下体验业务方面也在不断探索，收入增长来源不再单一依赖会员数的增长。我们预计会员规模和ARPU仍会保持健康增长态势，得益于平台优质内容的不断沉淀和向多品类扩充，以及阶段性的提价。

成本端，预计内容摊销成本在2026-28年分别达到181.96亿元、203.68亿元和222.10亿元，占收入比对应为35.6%/35.7%/35.3%，我们考虑公司内容投资已经进入相对平稳期，因此摊销成本的增长和收入趋势会较为匹配。预计毛利率在2026-28年分别达

到50%、50%、51%，随着ARPU的持续提升，平台经营杠杆仍有优化空间。我们参考2025年各项费用投入的趋势，预计26-28年费用占收入比仍有规模效益摊薄的趋势，据此，我们预计运营利润在2026-2028年分别达到162.96亿元、187.04亿元和211.98亿元，运营利润率对应为32%/33%/34%，同比增速对应为22%/15%/13%。因公司停止了对华纳兄弟探索流媒体业务收购，26Q1录得28亿终止费的收益，对26年净利润有一次性的增量，我们预计归母净利润在2026-28年分别达到154.53亿元、156.70亿元和178.93亿元，同比增速对应为41%/1%/14%。

表 2: Netflix收入和利润预测 (2024-2028E)

百万 美元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	39,001	45,183	51,151	57,045	62,916
YoY	16%	16%	13%	12%	10%
会员 (百万)	302	325	347	367	386
YoY	16%	8%	7%	6%	5%
ARPU (美元)	11.70	12.12	12.73	13.37	13.97
YoY	1%	4%	5%	5%	4%
分区域收入					
北美区 (UCAN)	17,359	19,957	22,222	24,390	26,236
YoY	17%	15%	11%	10%	8%
欧洲、中东及非洲区(EMEA)	12,387	14,515	16,458	18,397	20,510
YoY	17%	17%	13%	12%	11%
拉丁美洲区 ((LATAM))	4,840	5,358	6,122	6,945	7,881
YoY	9%	11%	14%	13%	13%
亚太区 (APAC)	4,415	5,354	6,350	7,313	8,288
YoY	17%	21%	19%	15%	13%
营业成本	21,038	23,275	25,490	28,285	31,004
内容摊销成本	15,302	16,422	18,196	20,368	22,210
内容摊销成本占收入比	39.2%	36.3%	35.6%	35.7%	35.3%
毛利润	17,963	21,908	25,661	28,760	31,911
毛利率	46%	48%	50%	50%	51%
销售费用	2,918	3,301	3,643	3,950	4,166
技术费用	2,925	3,391	3,608	3,798	4,063
行政费用	1,702	1,888	2,119	2,309	2,484
销售费用占收入比	7%	7%	7%	7%	7%
技术费用占收入比	8%	8%	7%	7%	6%
行政费用占收入比	4%	4%	4%	4%	4%
运营利润	10,418	13,327	16,290	18,704	21,198
运营利润率	27%	29%	32%	33%	34%
YoY	50%	28%	22%	15%	13%

利息支出	-719	-777	-965	-715	-655
利息及其他收入	267	172	2,972	160	180
息税前利润	9,966	12,723	18,297	18,149	20,723
所得税费用	-1,254	-1,741	-2,844	-2,479	-2,831
净利润	8,712	10,981	15,453	15,670	17,893
净利润率	22%	24%	30%	27%	28%
YoY	61%	26%	41%	1%	14%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

可比公司我们选取流媒体平台迪士尼、华纳兄弟探索作为参照，考虑到平台型科技公司也都布局了流媒体业务，选取亚马逊、苹果和谷歌的估值进行参考。2026年PE倍数来看，迪士尼为17x（迪士尼的整体PE偏低，主要来自于其业务的复杂性及相对更为资产密集，旗下传统电视业务不断衰退，部分抵消了流媒体业务带来的增量，体验业务如乐园和邮轮是高资本支出的业务），科技平台估值倍数在29-31x附近。

表 3：可比公司估值（2026-2027E）

公司名称	股票代码	市值 (LC mn)	收入 (LC mn)		nonGAAP 净利润 (LC mn)		PE (x)	
			2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
流媒体平台								
迪士尼	DIS.N	184,061	101,543	105,588	11,108	12,243	16.6	15.0
华纳兄弟探索	WBD.O	67,925	38,992	39,476	-2,554	-3,046	-	-
科技平台								
亚马逊	AMZN.O	2,684,584	804,859	900,884	88,138	109,005	30.5	24.6
苹果	AAPL.O	3,867,012	462,888	498,205	124,379	135,791	31.1	28.5
谷歌	GOOGL.O	4,047,160	455,031	523,612	140,101	162,193	28.9	25.0

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；取自4月17日收盘价。

参考可比公司PE估值，考虑(1)Netflix在流媒体市场占据了绝对的领先地位(25Q4公司财报披露全球会员数超过了3.25亿，远大于主要竞对，Disney+在FY25Q3的会员数为1.32亿，Netflix的会员数也高于海外平台型科技公司旗下的流媒体会员数)；(2)Netflix的盈利能力和增长的确性强于同业，Netflix25Q4收入增速为17%，经营利润同比增长30%（经营利润率为25%）（流媒体主要竞对迪士尼D2C业务FY25Q4收入同比增长8%，经营利润率为6%）；考虑其持续更稳健的增长和由于同业强的经营杠杆，我们在估值上给予一定溢价，按26年净利润给予32xPE估值，得到公司合理价值为4945亿美元，对应为117.43美元/股，维持“买入”评级。

二、风险提示

（一）内容开支高企与投资回报率不确定性

Netflix 的护城河建立在巨额原创内容投入之上，预计 2026-2028 年内容摊销成本将维持在收入的 36% 左右。虽然规模效应显现，但全球观众口味极其分散且变化迅速，一旦核心IP后续乏力，或投入巨资的本土化内容未能转化成预期的会员增长，将直接导致利润率承压。

（二）广告业务等商业化不及预期的风险

广告业务被视为 Netflix 的第二增长曲线，流媒体广告市场竞争如若加剧，其收入结构多元化的进程将受阻。同时，过度商业化或不恰当的广告植入可能破坏用户长期形成的“无干扰观影”心智，导致高价值的高级会员流失。

（三）新兴市场 ARPU 提升难度与竞争加剧的风险

亚太区（APAC）是目前增长最快的大区，但当地较低的付费意愿使得提升单用户平均收入具挑战。

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	13,100	13,020	20,605	26,638	30,969
货币资金	7,805	9,034	15,593	20,674	23,977
短期投资	1,779	29	263	265	153
其他流动资产	3,517	3,958	4,749	5,699	6,839
非流动资产	40,530	42,577	46,354	49,184	52,207
固定资产	1,594	2,004	2,081	2,241	2,364
非流动内容资产	32,452	32,778	35,699	37,513	39,469
其他非流动资产	6,484	7,794	8,573	9,431	10,374
资产总计	53,630	55,597	66,960	75,822	83,176
流动负债	10,755	10,981	12,084	12,711	13,906
杂项短期负债	4,394	4,085	4,167	4,250	4,335
短期借款	1,784	999	1,019	1,039	1,060
应付账款	900	901	1,281	1,140	1,514
短期应计费用	2,157	3,221	3,607	4,040	4,525
短期递延收入	1,521	1,776	2,010	2,242	2,473
非流动负债	18,131	18,001	18,253	18,524	18,816
非流动内容负债	1,781	1,579	1,595	1,611	1,627
长期借款	13,798	13,464	13,464	13,464	13,464
其他非流动负债	2,552	2,957	3,194	3,449	3,725
负债合计	28,887	28,982	30,337	31,235	32,723
股本	6,252	7,286	7,286	7,286	7,286
库存股	-13,172	-22,373	-22,820	-23,277	-23,742
其他综合收益	362	-580	-586	-592	-598
留存收益	31,301	42,282	52,743	61,169	67,507
所有者权益总额	24,744	26,615	36,623	44,587	50,454
负债和股东权益	53,630	55,597	66,960	75,822	83,176

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	39,001	45,183	51,151	57,045	62,916
营业成本	21,038	23,275	25,490	28,285	31,004
销售费用	2,918	3,301	3,643	3,950	4,166
研发费用	2,925	3,391	3,608	3,798	4,063
管理费用	1,702	1,888	2,119	2,309	2,484
营业利润	10,418	13,327	16,290	18,704	21,198
营业外收支	-452	-604	2,007	-555	-475
除税前利润	9,966	12,723	18,297	18,149	20,723
所得税	-1,254	-1,741	-2,844	-2,479	-2,831
净利润	8,712	10,981	15,453	15,670	17,893
EBITDA	11,019	14,028	17,051	19,449	21,984
EPS (元)	1.98	2.53	3.67	3.72	4.25

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	7,361	10,149	16,940	17,404	20,681
净利润	8,712	10,981	15,453	15,670	17,893
折旧摊销	15,302	16,422	18,196	20,368	22,210
营运资金变动	-33	-456	1,891	1,426	2,024
其他	-16,619	-16,798	-18,600	-20,060	-21,446
投资活动现金流	-2,182	1,042	-558	-594	-630
资本支出	-440	-688	-558	-594	-630
投资变动	-1,742	-170	0	0	0
其他	0	1,900	0	0	0
筹资活动现金流	-4,074	-10,346	-9,827	-11,730	-16,747
股权融资	833	667	309	257	294
收回贷款所收到的现	-400	-1,833	-878	-1,091	-2,399
其他	-4,507	-9,179	-9,259	-10,895	-14,641
现金净增加额	689	1,232	6,554	5,080	3,304
期初现金余额	7,119	7,807	9,039	15,593	20,674
期末现金余额	7,807	9,039	15,593	20,674	23,977

主要财务比率

至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长	16%	16%	13%	12%	10%
营业利润增长	50%	28%	22%	15%	13%
归母净利润增长	61%	26%	41%	1%	14%
获利能力					
毛利率	46%	48%	50%	50%	51%
净利率	22%	24%	30%	27%	28%
ROE	16%	20%	23%	21%	22%
偿债能力					
资产负债率	54%	52%	45%	41%	39%
流动比率	122%	119%	171%	210%	223%
速动比率	89%	83%	131%	165%	174%
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	12	12	12	11	10
每股指标 (元)					
每股收益	1.98	2.53	3.67	3.72	4.25
每股经营现金流	1.75	2.41	4.02	4.13	4.91
每股净资产	5.88	6.32	8.70	10.59	11.98
估值比率					
P/E	52	41	29	29	25
P/S	12	10	9	8	7
EV/EBITDA	41	32	27	23	21

广发传媒与互联网行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 廖志国：联席首席分析师，硕士，毕业于莫纳什大学，2025年6月加入广发证券，曾任职于华创证券研究所，4年证券行业研究经验。
- 周喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 章驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。
- 罗悦纯：资深分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 黄静仪：高级研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。